Domingo 24 de setiembre
de 1995 Año 6 - N° 282



CASH

Suplemento económico de
Página/12

PODER DE DOS CABEZAS

Por Daniel E. Novak
Enfoque,
página 8

UNA BOLSA DE LAGRIMAS

Por Alfredo Zaiat
El buen inversor,
página 6

ENCUESTA EXCLUSIVA

QUE SERVICIOS PIENSA RESIGNAR LA GENTE

PARA LLEGAR A FIN DE MES

- **19%** Deja el gimnasio
- **16%** El cable
- **17%** El celular
- **16%** La educación privada
- **13%** La cuenta corriente
- **12%** La tarjeta
- **8%** La prepaga





La clase media

Son el 35 por ciento de la población. En esta franja se incluyen las ocupaciones relacionadas con la administración, los maestros, los técnicos, supervisores y propietarios de comercio que tienen entre uno y cinco empleados. Además, tiene que tener cierto nivel educativo –la mayoría tiene de secundario incompleto o completo para arriba– y por lo general cuentan con alguna propiedad, automóvil, teléfono y otros servicios.

Tres de cada cuatro familias de clase media tienen televisión por cable y una de cada tres cuenta con medicina prepaga y tarjeta de crédito. Tal vez el dato más importante es que el 25 por ciento de los ciudadanos de nivel medio envían sus hijos a colegios o universidades privadas.

Sin embargo, este último servicio es que el más están pensando en dejar: una tercera parte de los que usan la educación privada dijo que posiblemente cambie a sus chicos a escuelas o universidades públicas. El fenómeno se repite en mayor medida en la Capital Federal, donde las escuelas del Estado y sobre todo las universidades públicas –en opinión de los encuestados– mantienen cierto prestigio. De todas maneras, las estadísticas del Ministerio de Educación ya reflejan el cierre de establecimientos privados y la dura puja por los cupos en los públicos. Otros servicios que la clase media está a punto de dejar son las cuentas corrientes bancarias y el gimnasio o club. En estos últimos casos, los sociólogos sostienen que se trata de sacrificar lo menos necesario.

(Por Raúl Kollmann) Salvo la televisión por cable, los servicios no esenciales son asunto de minorías. Sólo una de cada seis personas tiene medicina prepaga, una de cada cuatro usa tarjeta de crédito y apenas un quinto de los argentinos se puede dar el lujo de mandar sus chicos a un colegio privado. La noticia es doblemente mala. Como consecuencia del ajuste, la minoría será aún más minoría a corto plazo: un número importante de los usuarios de esos servicios está pensando en abandonarlos, obviamente como parte de un plan de reducción de gastos. Lo primero que se deja es el club o el gimnasio, después la televisión por cable y casi enseguida la telefonía celular y el colegio privado.

Las conclusiones surgen del primer estudio sobre la utilización de servicios que se podrían llamar no esenciales y por los que cada ciudadano debe pagar, ya sea una cuota o en función del consumo. El trabajo fue realizado por la consultora Hugo Haime y Asociados durante el fin de semana pasado. En total se entrevistó a 600 personas de la Capital Federal y el Gran Buenos Aires, guardando las proporciones por sexo, edad y nivel económico social.

Tal vez el caso más impactante sea el de la televisión por cable, un fenómeno ampliamente extendido en todas las franjas sociales. La reducción del costo –se paga entre 18 y 40 pesos mensuales– puede explicar el fenómeno, pero los sociólogos que hicieron la investigación sostienen que la televisión se ha convertido en el entretenimiento casi excluyente para buena parte de la población: el cine, el teatro, las salidas a comer en restaurantes son prohibitivos para la gran mayoría.

El segundo de los servicios más consumidos –aunque ya se trata de sólo el 30 por ciento de las familias– es el de la medicina prepaga. La razón fundamental no es, únicamente, que la crisis de los hospitales públicos y la mayoría de las obras sociales prácticamente obliga a tener este servicio, sino que hay muchas empresas que otorgan medicina prepaga a sus empleados. Por estas razones –que es imprescindible y lo reciben de la empresa– es el servicio que la gente menos está pensando en abandonar.

También se puede decir que están con bajo índice de abandono las tarjetas de crédito, un recurso utilizado por las familias como medio de financiación cuando no se llega a fin de mes. Estudios recientes confirman este dato: más de la mitad de los usuarios de tarjetas sólo efectivizan el pago mínimo de sus cuentas, es decir que van postergando pagos todo lo posible.

Distinta es la situación en lo que se refiere a enviar a los hijos a colegios o universidades privados, un servicio considerado esencial por amplios sectores de la clase media que piensan en esquivar así la crisis de la educación pública. En este rubro el dato más impresionante del sondeo de Hugo Haime es que casi una de cada tres familias de clase media piensa sacar a sus hijos del colegio o la universidad privada a la que concurren actualmente. En este sentido, la encuesta confirma los relevamientos del Ministerio de Educación en la Capital Federal: más de 50 escuelas privadas tuvieron que cerrar sus puertas este año, básicamente por falta de alumnos, y el nivel de morosidad en el pago de cuotas alcanzó casi a la mitad de los alumnos. La encuesta indica que la tendencia continúa y que el nivel de inscripción será aún menor el año próximo. Aquí hay que tener en cuenta que buena parte de los padres accedieron a este servicio –como a otros– en los años de ascenso del consumo, principalmente 1993 y 1994, pero tras el "efecto tequila" y la inseguridad laboral se ven en la obligación de dar un paso sumamente doloroso.

Por último, cabe señalar que el servicio más abandonado es el gimnasio o club. La razón fundamental es que son los sectores económicamente más pobres los decididos a sacrificar buena parte de su práctica deportiva o la recurrencia a las canchas de fútbol, dado que en este rubro se incluyen también las cuotas de los clubes que participan de los torneos de la AFA. En este aspecto, el sondeo muestra una continuación de la tendencia: las instituciones deportivas vienen soportando, desde hace varios años, una fuerte merma de socios. Hay que agregar que para los sectores empobrecidos es uno de los servicios "menos esenciales" y por lo tanto el primero que se abandona.

Cuántos lo usan

(en porcentaje)

	Total	Baja	Clase Media	Alta
	100	100	100	100
Servicio de tv por cable	58,7	45,5	57,1	75,7
Medicina prepaga	30,8	21,6	34,5	65,4
Tarjeta de crédito	24,0	16,0	31,7	45,9
Colegio privado/universidad	18,9	10,0	24,5	45,8
Aporte a jubilación privada	14,8	11,8	15,4	28,3
Cuenta corriente bancaria	13,1	7,8	9,4	18,6
Gimnasio/club	8,8	2,8	9,7	16,8
Cochera/garage	8,7	2,8	7,9	16,9
Telefonía celular	6,1	2,8	7,9	16,9

Fuente: Hugo Haime-Capital Federal y Gran Buenos Aires.

Los ricos

Son el 10 por ciento de la población. Está conformado por profesionales, propietarios de industria, servicios o comercio con más de 6 empleados, altos funcionarios de la administración pública o privada, y estos datos se combinan con su nivel educativo –tienen habitualmente grado universitario– y la posesión de cierto nivel de vivienda y automóvil.

En esta franja económica hay, obviamente, fuerte presencia de la televisión por cable (73 por ciento), medicina prepaga (68 por ciento) y casi la mitad de las personas manda sus hijos a colegio o universidad privada –debe recordarse que en la otra mitad están quienes no tienen hijos o no los tienen en edad educativa e incluso están los que prefieren la universidad estatal–, también la mitad tiene tarjeta de crédito y una de cada seis personas cuenta con teléfono celular. El nivel de abandono de servicios entre los ricos es muy bajo: 6,2 por ciento del total piensa dejar el cable (una decisión que seguramente no se produce por razones económicas) y un porcentaje similar suprimirá la cuenta bancaria o la tarjeta de crédito. El 7 por ciento amenaza con dejar la telefonía móvil.



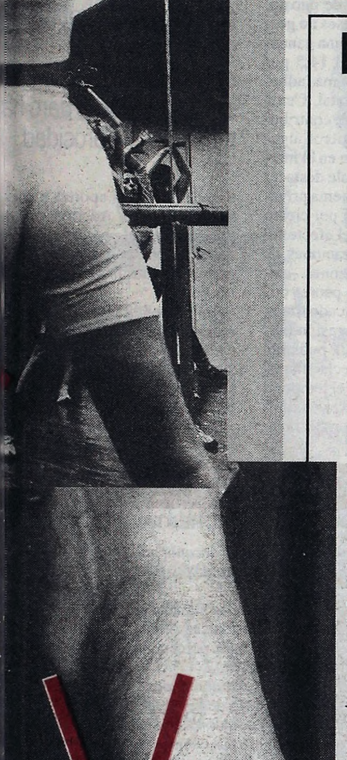


Cuántos piensan dejarlo

(en porcentaje)

	Total	Baja	Clase Media	Alta
Gimnasio/club	18,8	31,9	16,1	0
Servicio tv por cable	18,4	28,4	13	8,2
Telefonía celular	17,4	43,7	9,6	8,7
Colegio privado/universidad	15,9	9,9	28,4	2,4
Cuenta corriente bancaria	13,1	3	24,8	8
Tarjeta de crédito	12,2	17,7	9,8	8
Medicina prepaga	7,8	7,2	10,5	3,9

Fuente: Hugo Haime y Asociados-Capital Federal y Gran Buenos Aires.



Los pobres

Son el 55 por ciento de la población. En todas las encuestas –y también en la de Haime– la clasificación por nivel socioeconómico sigue los parámetros del Indec. Se considera en la franja pobre a las familias cuya cabeza tiene una ocupación sin calificación, es decir peones, vendedores ambulantes, servicio doméstico, carniceros o zapateros. Sin embargo, este no es el único dato que se tiene en cuenta. Además influye si tiene un bajo nivel educativo –por lo general, sólo estudios primarios– y también su capacidad económica: no tiene propiedad o si la tiene es de características muy precarias, carece de automóvil, de teléfono y de otros servicios o artefactos. No es un solo dato el que define a la franja pobre, sino que se trata de la combinación de varios aspectos.

Lo llamativo del estudio de Haime es que casi la mitad del sector de nivel económico bajo tiene servicios de televisión por cable, un fenómeno arrollador de los últimos años; una de cada cinco familias tiene medicina prepaga –generalmente otorgada por la empresa en la que está empleado el padre– y el 15 por ciento tiene tarjeta de crédito: tal vez en este caso el ejemplo podría ser un carnicero que cuenta con ingresos aceptables, pero por su ocupación, carencia de propiedad y bajo nivel educativo está incorporado en la franja de los pobres.

El servicio que primero están por abandonar los de menores recursos es el gimnasio o institución deportiva, fundamentalmente los clubes de fútbol. Una de cada tres personas de esta franja dijo que está pensando en dejar de pagar la cuota. Aunque resulta un entretenimiento fundamental, también la televisión por cable está en la mira. El 26 por ciento de los ciudadanos de bajo nivel económico tiene en la cabeza suspender el servicio.

En síntesis, la crisis económica obliga a un gran sector de la población más pobre a limitar dos aspectos claves de su esparcimiento: el fútbol y la televisión.

COPARTICIPACION

DUHALDE VELA LAS ARMAS

El año que viene caduca la ley vigente y se deberá sancionar otra que defina el reparto de impuestos entre la Nación y las provincias, y qué porcentaje le corresponderá a cada una de ellas. El gobernador bonaerense pretende una porción más grande y ya se está preparando para la batalla.

(*Por Daniel Víctor Sosa*) El gobernador Eduardo Duhalde ya afiló sus lanzas para pelear por más recursos a partir de la sanción del nuevo régimen de coparticipación federal de impuestos. El cambio de sistema (ver recuadro) fue previsto por la nueva Constitución para 1996 y la pulseada se evidenció en las últimas reuniones de gobernadores. Los primeros resultados están a la vista: después de las elecciones nacionales el mandatario bonaerense consiguió que lo incluyeran en las repartijas más recientes de adelantos del Tesoro. Por esa ventanilla, Buenos Aires obtuvo más de 50 millones de pesos extra en agosto y setiembre.

La nueva distribución de recursos coparticipados que imaginan en La Plata debería brindar un mayor margen de maniobra a Duhalde para practicar sus tradicionales políticas asistencialistas con miras a las elecciones de 1999. Los colaboradores del gobernador, sin embargo, prefieren hablar de la urgencia en "corregir inequidades" manifiestas, como el hecho de que Buenos Aires reciba el menor monto de coparticipación por habitante de todo el país. Concretamente, un tercio del promedio nacional y apenas una quinta parte de lo que obtienen los pobladores de provincias como La Rioja, Formosa, Catamarca y Santa Cruz.

"En la actualidad –advirtió en un documento el ministro de Economía bonaerense, Jorge Remes Lenicov– 19 de las 23 provincias se benefician con fondos superiores a lo que recibirían si se repartieran iguales recursos por habitante". El desequilibrio también se observa comparando lo recaudado por cada jurisdicción, por la población, o bien midiendo la proporción de habitantes con necesidades básicas insatisfechas. De allí que Duhalde ya tenga su propio plan.

Las pautas principales del proyecto elaborado por Remes Lenicov son:

• Las provincias deben ser autónomas en el manejo y diseño de sus gastos. En este sentido la política con cada municipio es una cuestión independiente de cada provincia.

• Debe continuar la descentralización aceptándose gastos que actualmente realiza el gobierno nacional. Pero la transición debe ser ordenada, procurando que no falten los necesarios recursos técnicos y financieros.

• La reforma del Estado debe continuar pero teniendo en cuenta que el proceso es más difícil en las provincias por varios motivos:

–Existe menos margen para privatizar.

–El gasto total no puede reducirse por reprogramaciones o renegociación de la deuda externa o interna.

–El componente de "Servicios Personales" es mucho más alto en la estructura del gasto.

–Además, el gasto está ligado a funciones indelegables del Estado y a garantizar servicios que permitan igualar oportunidades.

• El gasto provincial tiene que financiarse en una proporción cada vez mayor con ingresos propios. Para eso es necesario que las provincias tengan mayor decisión en materia recaudatoria y asumir así toda la responsabilidad fiscal.

• Los mecanismos de la redistribución regional tienen que ser explícitos. Ese proceso debe efectuarse en base a indicadores objetivos que plasmen la realidad económica y social.

Los cañones de Duhalde apuntan directamente contra la masa de recursos que queda para la Nación, porque sabe que difícilmente va a poder reforzar sus arcas con recursos arrebatados a las provincias pobres. Por eso el casi seguro candidato a presidente de la Nación por el oficialismo quiere hacer valer una catarata de argumentos. Entre ellos, que Buenos Aires tiene el gasto público por habitante más bajo del país, el menor número deempleados por habitante, el mayor grado de autofinanciamiento y una de las presiones tributarias más altas. La réplica de Cavallo es previsible. Cuando la discusión levante temperatura jugará la carta anti-populista y reclamará por el elevadísimo e ineficiente gasto en muchos municipios. Sin olvidar la antigua presión para que se privatice nada menos que el Banco Provincia, el segundo más grande del país.



Eduardo Duhalde, gobernador de la provincia de Buenos Aires.

> Duhalde apunta los cañones hacia la masa de recursos que quedan para la Nación, ya que sabe que difícilmente podrá arrebatarles recursos a las provincias más pobres.

El abc del actual reparto

El régimen de Coparticipación Federal de Impuestos es el mecanismo más importante –pero no el único– de reparto entre las provincias de los fondos recaudados por la Nación. Dado que el sistema de cobro de los tributos de mayor relevancia es centralizado, el gobierno nacional percibe de los contribuyentes el IVA, Ganancias e Internos. Luego, parte de esa recaudación la distribuye entre las provincias que a cambio se abstienen de imponer gravámenes similares.

La ley actualmente en vigor, la número 23.548 del año 1988, establece que un 42,3 por ciento de la masa de recursos coparticipables va para la Nación; 54,6 para las provincias; 2 por ciento para refuerzo de Buenos Aires, Chubut, Neuquén y Santa Cruz; y el punto restante para el Fondo de Aportes del Tesoro Nacional.

A ese criterio se añadió luego la transferencia de servicios, diversos fondos específicos (como el del Conurbano Bonaerense, del que Duhalde a su vez cedió parte a Santa Fe), las cláusulas de garantía de los dos Pactos Fiscales y, por último, el aporte no reintegrable de 1.200 millones de pesos creado el año pasado para financiar la reforma de los Estados y los bancos provinciales.

TRANSNACIONALES

MAS VIGENTES QUE NUNCA

(...) Las formas de la competencia se modifican históricamente en la medida en que la reproducción del capital impone su necesidad al conjunto de las relaciones sociales. Por su parte, los cambios en las formas de la competencia dividen a la clase capitalista y ésta busca rehacer su unidad en el seno del Estado y a consolidar su dominación sobre el conjunto de la sociedad..."

Michel Aglietta

(Por Marcelo Matellanes) Es en el horizonte de esta tendencia histórica del capitalismo en cuanto a la relación entre mercados, conflictos intracapitalistas y Estados que se asienta el excelente y metódico *survey* realizado por Javier Finkman y Maximiliano Montenegro. Bajo la forma de documento de trabajo de la CEPAL y con la dirección de Bernardo Kosacoff, estos *"Vientos de cambio: Los nuevos temas centrales sobre las empresas transnacionales"* resumen el actual estado de las artes en materia de una nueva microeconomía de las ET, de sus posicionamientos estratégicos en inversiones extranjeras y del impacto de todo ello en su relación con los Estados y sus resignificadas potestades regulatorias. Todo ello, obviamente, en el contexto de la globalización-regionalización.

> "Los países desarrollados seguirán perdiendo margen de maniobra, ya que dependerán cada vez más de la inversión extranjera directa para acceder a tecnología crítica."

Es justo señalar que este trabajo sus autores destacan asimismo las razones estratégicas que inducen a la formación de *networks, joint-ventures y fusiones*, así como "los nuevos desafíos que enfrentan los gobiernos para construir una regulación que *maximice los flujos de inversión extranjera directa (IED), minimizando la pérdida de autonomía frente a otros objetivos nacionales*".

Apuntalando la idea de que la significatividad estratégica de la IED supera la mera intuición o la simple especulación teórica, los autores recuerdan que entre 1986 y 1994, la IED creció al 24 por ciento anual, frente al 12 por ciento de las exportaciones mundiales y al 9 por ciento del producto mundial. Ante la contundencia de estas cifras, Finkman y Montenegro enfatizan dos aspectos centrales: 1) Las nuevas estrategias de las ETs están provocando un cambio *cualitativo* de la economía mundial y 2) Las IEDs no buscan ya *cuasi-rentas*, sino economías de integración y diversificación.

Interesante es, por su parte, el proceso de selección y reducción de proveedores que, con gran retraso respecto del modelo Toyota (y con su consecuente costo en términos de posicionamientos competitivos), empresas como Ford, 3M y Motorola encararon al reducir su nómina de proveedores en un 45, 64 y 70 por ciento, respectivamente.

Otro atributo esencial de la nueva competitividad que realzan los autores es lo dominante del esquema *asociativo* entre las matrices y sus proveedores y subcontratistas.

"Vientos de cambio: los nuevos temas centrales sobre las empresas transnacionales", de Javier Finkman y Maximiliano Montenegro, es un documento de trabajo de la Cepal sobre un aspecto crucial en estos tiempos de globalización.

pera lo que normalmente se espera de un *survey*, es decir, una ordenada compilación del mapa académico en torno de una cuestión precisa. Tampoco escapan a él, afortunadamente, anhelos críticos, como lo expresan las palabras de los autores: "Los nuevos fenómenos, procesos y conceptos no se han podido estructurar todavía en una teoría general y ni siquiera se ha formado en torno a ellos un grado razonable de consenso académico". El desafío no es menor, ya que como Finkman y Montenegro recuerdan, las 37.500 casas matrices actuales y sus 207.000 filiales extranjeras generan ventas superiores al total de las exportaciones mundiales y son responsables de un ochenta por ciento del comercio mundial.

El estudio distingue "tres estrategias de integración: 1) filiales aisladas; 2) integración simple (delocalización de sólo algunas actividades de la cadena de valor a otros países) y 3) integración compleja (relocalización de todas las actividades donde puedan ser llevadas a cabo de la mejor manera)". Los

Frente a tantos datos, procesos y tendencias, decanta de la estrategia de la transnacionales una de las primeras y más nobles intuiciones de Karl Marx respecto del patrón esencial de la dinámica capitalista: *la centralidad del concepto de cadena de valor del proceso productivo*. Por detrás y por delante del neoliberalismo, el *valor* de Marx *insiste*.

Por otra parte, y bajo el optimista supuesto de que el culebrón nacional deje tiempo a la conducción económica para pensar más la economía y menos el poder, los autores alertan sobre la "reducción del margen de maniobra de los países en desarrollo, ya que dependerán cada vez más de la IED para acceder a tecnologías críticas. Durante los ochenta, el 95 por ciento de las alianzas estratégicas tecnológicas se realizaron entre firmas *de y en* los países desarrollados".

LAS PRIMERAS DIEZ

Ranking mundial de corporaciones según activos en el extranjero en 1990

	País	Industria	Activos en el extranjero (miles de millones de dólares)
1. Royal Dutch Shell	G.Bretaña/Hol.	Petróleo	69,2
2. Ford	EE.UU.	Automotriz	55,2
3. General Motors	EE.UU.	Automotriz	52,6
4. Exxon	EE.UU.	Petróleo	51,6
5. IBM	EE.UU.	Computación	45,7
6. British Petroleum	G.Bretaña	Petróleo	31,6
7. Asean Brown Boveri	Suiza	Equip. indust.	26,9
8. Nestlé	Suiza	Alimentos	–
9. Phillips	Holanda	Electrónica	23,3
10.Mobil	EE.UU.	Petróleo	22,3

Fuente: Naciones Unidas (1993)

NO ESTA

A lo largo del primer año las AFJP lograron una rentabilidad promedio de 14,5 por ciento en el manejo de los fondos. Ya recibieron 2169 millones de pesos, de los cuales se quedaron con casi 500 millones en concepto de comisiones y seguros. M... de la mitad de los empadronados optó por sistema privado, pero ha... muchísima morosidad.

(Por Alfredo Zaiat) Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones han sido unos de los pocos protagonistas de la city que no han padecido la crisis devastadora que precipitó el efecto tequila. Pese a que la tormenta borró del mercado a varias entidades financieras, que a la vez eran socias en compañías de jubilaciones privadas, sus gerentes financieros obtuvieron sin gran esfuerzo rentabilidades impensadas hace un año, cuando el nuevo régimen previsional empezó a dar sus primeros pasos. A fines de agosto, con poco más de doce meses de gestión, las AFJP obtuvieron una ganancia nominal promedio del 14,5 por ciento, y también lograron más adhesiones que el sistema estatal. Cerca de 3,9 de los 6,8 millones de contribuyentes empadronados eligieron alguna de las AFJP que operan en el mercado. De todos modos, vale destacar que la morosidad en el sistema privado alcanza a cerca del 45 por ciento de los afiliados. Si bien el efecto tequila derrumbó las cotizaciones de los títulos públicos y acciones –caída que desató una de las peores crisis de la historia en el mercado financiero y bursátil–, esa depresión permitió a la vez que las AFJP pudieran registrar ganancias espectaculares. Las compañías capearon el temporal porque en los meses de fuga de capitales tenían un flujo de fondos posi-

tivo debido a los aportes mensu... de sus afiliados. Además, una op... tuna medida (el *investment accou...* de la Superintendencia de AFJP permitió neutralizar la depresión... los bonos.

En noviembre del año pasado, ... mes antes de estallar la crisis me... cana, el organismo de contralor ... sistema de jubilación privada dis... so que la mitad de las inversiones ... bonos quedara a resguardo de los ... rruchos del mercado. Para lograr ...

MARCELO OTERMIN

Gerente Financiero de AFJP PRORENTA.

–¿Qué importancia tuvo el investment account para evitar una caída pronunciada del valor de las cuotas parte de los fondos?

–El *investment account* sólo brindó estabilidad a la evolución de la cuota parte. De esa forma, las Administradoras pudieron reemplazar el bajo porcentaje asignado a los plazos fijos (28 por ciento).

–Pero colaboró a incrementar las rentabilidades...

–En la misma magnitud que el resto de los títulos públicos. El saldo del período hubiese sido casi igual con o sin *investment*. Lo que permitió esa cuenta fue evitar fuertes oscilaciones en el valor de las cuotas parte.

–¿Piensa que podrán repetir las utilidades del primer año (la cuota parte de Prorenta varió 18,36 por ciento)?

–Sí. Los rendimientos de los activos siguen siendo muy atractivos. Algunos bonos en dólares, como el Bocon, está devengando una tasa del 20 por ciento anual, mientras que el nominado en pesos está ofreciendo una del 25 por ciento.

–¿Cuál es su actual cartera?

–45 por ciento en títulos públicos; 27 en plazo fijo; 14 en títulos públicos provinciales y de organismos estatales; y 14 en Obligaciones Negociables.

–Nada en acciones...

–No me parece adecuado comprar acciones que no brindan un potencial de crecimiento que pueda equiparar una renta del 20 por ciento de un Bocon.



Gerente...

–¿Cuáles...
–Títulos... Elegimos e... alza, mientr... do se depri... acotamos la... tentando es... pesos a 90... tas de esas i... a no más de...
–¿Y acci...
–En las d... cartera a la... por ciento d...
–¿Repetir... dad del pri... miento de s...
–Creo qu... ros doce me... visional, co... líticos inter... bre. Si se m... tornos de lo... de volver a ... las cuotas pa...

...a rentabilidad del primer año

...MAL PARA EMPEZAR

...ojetivo, la Superintendencia permi... a las AFJP contabilizar una par... de los títulos en una cuenta deno...inada *investment account*, en la ...al los bonos devengarían mensual...ente su tasa de retorno independien...mente de las variaciones de sus pre...os en el mercado. Así, el efecto te...ila no impactó plenamente en las ...rteras de inversión.

...Entonces, con una porción de la ...rtera protegida, la caída de los bo...s fue, más que un castigo, la opor...nidad para los gerentes de comprar ...peles a precios deprimidos. Títu...s que luego recuperaron gran parte ...l terreno perdido. Esto se tradujo ... variaciones importantes de las ...ota-partes de los fondos de la ma...ría de las AFJP. Precisamente, las ...mpañías obtuvieron gran parte de ... ganancia durante el período mar...agosto.

La mejora en las paridades de los ...nos no fue lo único que engordó ... cuotas-parte de los afiliados. La ...sis financiera también disparó las ...as de interés a las nubes. La frac...n de plazos fijos de la cartera –que ... puede superar el 28 por ciento del ...al– devengó una renta muy atrac...a. A medida que la fuga de depó...os se acentuaba, los bancos empe...on a pagar tasas cada vez más ele...das para retener a esos inversores ...titucionales.

Las Administradoras destinaron el 48,4 por ciento de sus inversiones a comprar títulos públicos, y el 27,8 a constituir plazos fijos. Después, más lejos se ubicaron con el 5,5 de las carteras los títulos emitidos por entes estatales. La inversión preferida de los gerentes financieros fue el plazo fijo a 30 días, que concentró 310,6 millones de dólares, 18,4 por ciento del total. Apenas 7,4 millones fueron depositados a 180 días. El título público que está en casi todas las carteras es el Bocon II en dólares y luego se ubica el Bocon Proveedores en dólares. Para no sufrir sobresaltos, las Administradoras asumieron una exposición muy baja en acciones, apenas el 3 por ciento de la cartera total. Los papeles preferidos han sido YPF con 13 millones de dólares, Telefónica con 8,7, Telecom con 8,4, y Transportadora de Gas del Sur con 8,2 millones.

Al cumplir un año, las AFJP han recaudado por aportes previsionales 2.169 millones de dólares, pero el fondo de los afiliados es de 1.684 millones. La diferencia –la nada despreciable suma de 485 millones– fuea parar a las cajas de las propias AFJP en concepto de comisiones y seguros de vida. Es decir, que el 22,4 por ciento del dinero que el trabajador canalizó al sistema privado fue a parar a las arcas de las Administradoras y de las compañías de seguro de vida, que en su mayoría son controladas por los mismos socios de las AFJP.

MENU

-inversiones de las AFJP en millones de dólares, agosto 1995-

Títulos públicos nacionales	814,8
Plazo fijo	468,0
Títulos emitidos por Entes Estatales	92,6 (a)
ON de corto plazo	73,3
Economías Regionales	56,4 (b)
ON de largo plazo	51,7
Fondos Comunes de Inversión	45,3
Acciones	36,0
Títulos privados extranjeros	16,9
Títulos públicos extranjeros	15,7
Acciones privatizadas	13,3 (c)
TOTAL	1.684,0

(a) Cédulas Hipotecarias Rurales, TIAVI y Bonos de Inversión de la Provincia de Buenos Aires.
(b) Inversiones realizadas por el Banco Nación en títulos públicos provinciales.
(c) YPF y Metrogas.
Fuente: Superintendencia de AFJP.

A FJP



...CELO PERRI

...ero de CONSOLIDAR AFJP.

...principales inversiones?

...s, fundamentalmente Bocon. ...es cuando el mercado está en ...s inclinamos por los Bote cuan...za, debido a que de ese modo ...dad de la cartera. Estamos in... plazos de las colocaciones en ...s para aprovechar las tasas al...nes. También compramos ON ...e empresas de primera línea.

...emanas empezamos a abrir la ...s en un porcentaje del 3 al 5

...ma la espectacular rentabili... (Consolidar obtuvo un creci... 13,07 por ciento)?

...ron bastantes duros los prime...gencia del nuevo régimen pre...o tequila y los problemas po...generaron mucha incertidum...ien los actuales niveles los re...públicos no habrá dificultades ...na variación muy positiva de

CARLOS RAPAN

Gerente de Inversiones de AFJP MASVIDA

–¿Cómo alcanzaron la rentabilidad máxima del mercado (MasVida terminó el primer año con una utilidad de 24,56 por ciento)?

–La ventaja que tuvimos respecto a la competencia consistió en que nuestras afiliaciones crecieron espectacularmente. Esto nos permitió acomodarnos más fácilmente a las tendencias del mercado.

–¿En qué invirtieron para sobresalir?

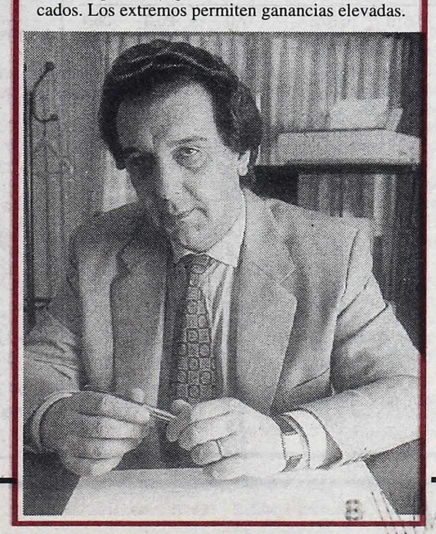
–No hicimos nada diferente al resto. Colocamos cerca del 50 por ciento en títulos públicos, un 28 en plazos fijos, un 9 en ON, un 2 por ciento en acciones y el resto en otros instrumentos. No hubo grandes misterios.

–¿Algo diferente habrán realizado para obtener la ganancia máxima del sistema?

–La clave estuvo en el crecimiento de los afiliados. En diciembre teníamos 7 mil y ahora totalizamos unos 40 mil. Ese crecimiento significó que el flujo de fondos mensual sobre el stock de capital haya sido proporcionalmente más elevado que el resto. Esto nos permitió mover mejor la cartera.

–¿Piensa que podrán repetir?

–Depende. Sólo estaremos en condiciones de reiterar una variación tan importante de la cuota parte si disminuye fuertemente el riesgo país, o por el contrario se producen grandes turbulencias en los mercados. Los extremos permiten ganancias elevadas.







BRIAN GERALDS SIMMONS

Gerente de Inversiones de SAN JOSE AFJP.

–¿Por qué San José obtuvo una rentabilidad (9,07 por ciento) por debajo de la básica (10,19)?

–Nuestro criterio de inversión es el de reducir riesgos, y de esa manera proteger el aporte de los trabajadores. Esto implica que no asumimos elevados riesgos en busca de altos rendimientos. Tenemos una estrategia que se asemeja a un inversor que decide depositar su dinero en un banco más seguro y como contrapartida recibe una menor tasa, pero sabe que su capital estará allí esperándolo cuando lo necesite. Este criterio permite un crecimiento constante sin sobresaltos del fondo de San José. No crecerá mucho pero demostrará su solidez como durante el último trimestre plagado de incertidumbre, en el cual obtuvimos un rendimiento por encima de la media del mercado.

–¿Qué hicieron de diferente respecto a la mayoría de las AFJP?

–Concentramos la cartera en instrumentos de poca volatilidad: títulos públicos de corto plazo (Bonex y Bote). Además, seleccionamos del listado de bancos autorizados a recibir plazos fijos a los de mejor calificación. Entonces, descartamos los bancos que ofrecían tasas elevadas pero que eran menos solventes que el resto. Por lo tanto, la diferencia con las otras carteras de las AFJP no consistió en los porcentajes que se invirtieron en cada instrumento financiero, sino en la calidad de las especies seleccionadas.

–¿Van a cambiar de estrategia?

–No. La idea es mantener sin modificaciones el actual criterio ya que se trata de una estrategia de largo plazo. No sirve evaluarla por el resultado de unos pocos meses.

F INANZAS

El Buen Inversor

BOLSA DE LAGRIMAS

Los financistas están cansados de las internas palaciegas. La pelea de Domingo Cavallo y Carlos Menem marginó a la plaza local del último ciclo alcista de los denominados mercados emergentes. Pero las pujas de poder no sólo afectan las finanzas de los operadores, sino que también ponen en riesgo a la misma convertibilidad: sin capitales del exterior el plan estallaría en pedazos.

(Por Alfredo Zaiat) La pelea por poder de Domingo Cavallo y Carlos Menem colmó la paciencia de los financistas. Si bien se reconocen aliados del ministro de Economía en su cruzada, están hartos de las internas palaciegas. Cansancio que para los banqueros se mide en dinero: esa pujas no les permiten desarrollar sus negocios con tranquilidad. No tienen consuelo por lo que ellos consideran una brillante oportunidad perdida: en el último mes, mientras el mediterráneo y el ala política del menemismo se atacaron furiosamente, el mercado financiero internacional ha vivido una pequeña fiesta bursátil. Y no pudieron disfrutarla, ya que la plaza local quedó excluida debido a su incierto horizonte político.

Para sorpresas de muchos, la tasa de interés estadounidense de largo plazo –la de los bonos del tesoro a 30 años– retrocedió hasta un mínimo de 6,45 por ciento anual (el viernes repuntó a 6,58). Y asombrando aún más a los financistas, el índice Dow Jones –que mide las principales acciones de Wall Street– no paró de quebrar récords. En ese escenario, es abundante el capital especulativo –el *hot money*– que busca elevadas rentas en plazas exóticas. Una pequeña porción de esos fondos se destina a los denominados mercados emergentes. Bien se sabe que cuando esos capitales ingresan a esas plazas, generan un boom de las cotizaciones.

En el último mes, varios mercados latinoamericanos (Chile, Perú, Brasil y México) registraron importantes alzas debido a la entrada de fondos del extranjero. Argentina quedó excluida de ese nuevo tour del *hot money*. En general, los financistas no son personajes que tengan facilidad para manifestar sus sentimientos con la excepción de cuando les tocan el bolsillo. Al quedar fuera del último ciclo alcista le significó a muchos perder sumas importantes. No tienen consuelo entonces cuando analizan la evolución de los papeles de otras plazas. Por ejemplo, las acciones líderes brasileñas avanzaron 110 por ciento en los últimos seis meses, mientras que las argentinas apenas crecieron 40 por ciento desde el mínimo registrado en marzo, en el peor momento del efecto tequila.

La interna palaciega no sólo afecta las finanzas de los operadores. También pone en riesgo a la misma convertibilidad. Ya nadie discute que el plan económico se sostiene con un ingreso permanente de capitales del exterior. Si se clausurara el grifo externo, ya sea por el efecto tequila o por turbulencias políticas internas, la convertibilidad empezaría a tambalear. Y Cavallo sabe que ésa es la debilidad del plan. Por ese motivo realiza periódicos viajes a los principales centros financieros internacionales para acercar capitales. Esta semana inicia un maratónico viaje que lo llevará a Alemania, Suiza, Inglaterra y Estados Unidos.

Por su parte, los banqueros no se hace los distraídos, y aprovechan ese lugar estratégico que le asigno el ministro: no pierden oportunidad de realizar rentables negocios. Por esa razón no se cansan de enviar señales al Gobierno para que la tregua sea más prolongada que el intervalo de un round. No están cómodos cuando escuchan de boca de ultramenemistas que Cavallo está a plazo fijo, y que esa colocación vence en diciembre.

Si no disminuyen los decibeles del enfrentamiento, los capitales seguirán viajando por el mundo sin hacer escala en Buenos Aires. Los banqueros hacen entonces una advertencia: sin fondos del exterior nadie podrá desactivar la bomba de tiempo que hará estallar por los aires a la convertibilidad.



TASAS

	VIERNES 15/9 en $	VIERNES 15/9 en u$s	VIERNES 22/9 en $	VIERNES 22/9 en u$s
	% anual		% anual	
Plazo Fijo a 30 días	9,1	6,8	8,6	7,3
a 60 días	9,3	7,0	8,8	7,3
Caja de Ahorro	3,4	2,6	3,5	2,6
Call Money	6,5	5,5	6,5	5,5

NOTA: Todos los valores son promedios de mercado y para los plazos fijos se toma la tasa que reciben los pequeños y medianos ahorristas.

INFLACION
(en porcentaje)

Setiembre	0,7
Octubre	0,3
Noviembre	0,2
Diciembre	0,2
Enero 1995	1,2
Febrero	0,0
Marzo	-0,4
Abril	0,5
Mayo	0,0
Junio	-0,2
Julio	0,5
Agosto	-0,2
Setiembre(*)	0,0

(*) Estimada

Inflación acumulada julio de 1994 a junio de 1995: 3,7%.



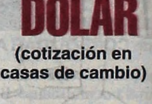
LOS PESOS Y LAS RESERVAS DE LA ECONOMIA
(en millones)

	en $
Cir. monet. al 20/9	11.029
Depósitos al 1997	
Cuenta Corriente	3.194
Caja de Ahorro	2.736
Plazo Fijo	4.449
	en u$s
Reservas al 20/9	
Oro y dólares	12.652
Títulos Públicos	1.358

Nota: La circulación monetaria es el dinero que está en poder del público y en los bancos. Los montos de los depósitos son una muestra realizada por el BCRA. Las reservas están contabilizadas a valor de mercado.

ACCIONES

	PRECIO (en pesos) Viernes 15/9	Viernes 22/9	VARIACION (en porcentaje) Semanal	Mensual	Anual
Acindar	0,615	0,572	-7,0	-20,3	-36,1
Alpargatas	0,352	0,355	0,9	-12,4	-48,6
Astra	1,76	1,72	-2,3	-0,9	6,7
Celulosa	0,35	0,34	-2,9	-10,1	1,5
Ciadea (Ex Renault)	4,05	3,90	-3,7	-4,9	-40,6
Comercial del Plata	2,28	2,26	-0,9	-3,4	-11,4
Siderca	0,798	0,78	-2,3	-4,3	9,6
Banco Francés	7,12	6,80	-4,5	-0,7	3,0
Banco Galicia	4,54	4,48	-1,3	-2,6	12,0
Indupa	0,538	0,515	-4,3	-9,7	-6,4
Ipako	4,25	4,10	-3,5	-6,8	-1,9
Irsa	2,40	2,39	-0,4	9,6	-13,1
Molinos	6,20	6,00	-3,2	-4,8	9,4
Pérez Companc	4,85	4,70	-3,1	0,4	34,6
Sevel	1,56	1,55	0,6	-10,4	-58,7
Telefónica	2,48	2,36	-4,8	-6,7	-6,5
Telecom	4,38	4,11	-6,2	-7,0	-16,1
T. de Gas del Sur	2,04	2,00	-2,0	-3,4	17,4
YPF	18,65	18,48	-0,9	3,8	-10,0
Central Puerto	3,40	3,30	-2,9	-14,3	-28,9
INDICE MERVAL	443,49	429,81	-3,1	-5,3	-6,7
PROMEDIO BURSATIL	–	–	**-2,9**	**-3,0**	**-11,0**



DOLAR
(cotización en casas de cambio)

Viernes ant.	1,0000
Lunes	1,0000
Martes	1,0000
Miércoles	1,0000
Jueves	1,0000
Viernes	1,0000
Variación en %	–



–*¿Qué está pasando en el mercado bursátil?*

–La evolución de las cotizaciones ha estado influenciada por la reversión de la tendencia de la tasa de interés estadounidense de largo plazo. Hasta hace unos días la tasa estaba retrocediendo y ahora ha iniciado una recuperación. Hay que tener en cuenta que en las últimas semanas, debido a la baja de la tasa, se había producido un cierto reflujo de capitales hacia América Latina. En ese proceso, la plaza argentina fue la menos privilegiada.

–*El mercado local no pudo captar fondos del exterior por la incertidumbre política ...*

–Creo que se exageró la crisis política ya que la turbulencias no fue de tanta gravedad. Los pequeños movimientos internos dentro del Gobierno fueron hace dos semanas y ya no tienen influencia. Si bien tuvo su efecto en el mercado, en estos momentos la actividad en el recinto están condicionada por otras razones. No se debe minimizar el claro mensaje del Presidente sobre que no se modificará el modelo económico. Por lo tanto, no está en discusión la política económica y, en consecuencia, la cambiaria. No existen razones económicas para que los brokers no decidan invertir en Argentina.

ME JUEGO

STOR RAFFETTI

Vicepresidente de
Sociedad de Bolsa
OVINCIA BURSATIL

–*¿Cuáles son entonces las perspectivas?*

–Las cotizaciones de las acciones y de los bonos se moverán al ritmo de los indicadores económicos de Estados Unidos. Si la tasa de interés deja de subir, empezará un ciclo alcistas con aumento del volumen y mejora de los precios de los activos. Pero ese avance será selectivo.

–*¿Qué evaluación realizó sobre la última licitación para rescatar títulos públicos?*

–Fue acertada la decisión de Economía de recomprar sólo 50 de los 100 millones de dólares del cupo. Es lógico que el Estado no esté desesperado para pagar cualquier precio en el rescate (en la última convocatoria los valores reclamados por los bancos por sus bonos fueron bastante superior a los del cierre de mercado).

–*¿Qué acciones le gusta?*

–Prefiero no mencionar una lista de acciones. Los inversores deberían elegir empresas con elevado patrimonio y que tengan una definida política de distribución de dividendos en efectivo. En esa categoría se encuentran, entre otras, Telefónica, Telecom e YPF. Aquellos que inviertan en esos papeles tienen garantía de recuperar el capital en el largo plazo.

–*¿Qué están haciendo los inversores extranjeros?*

–Sólo realizan pequeñas compras. En estos momentos, con ruedas de poco volumen y escasa volatilidad en los precios, se está verificando un período de acumulación.

–*¿Qué recomienda a los ahorristas?*

–Para los inversores de largo plazo –por lo menos a un año–, aconsejaría adquirir acciones de las dos telefónicas y de YPF. No se van aequivocar si compran a los actuales precios. Para los de corto plazo, que quieren un portafolio equilibrado, recomendaría la compra de cuotas parte de Fondos Comunes de Inversión.



TITULOS PUBLICOS

	PRECIO		VARIACION (en porcentaje)		
	Viernes 15/9	Viernes 22/9	Semanal	Mensual	Anual
Bocon I en pesos	66,50	64,50	-3,0	3,2	18,4
Bocon I en dólares	60,70	80,30	-0,5	0,9	6,4
Bocon II en pesos	46,00	45,00	-2,2	0,0	16,1
Bocon II en dólares	62,40	61,25	-1,8	-0,4	0,4
Bónex en dólares					
Serie 1987	97,20	96,50	-0,7	1,3	5,7
Serie 1989	93,40	92,50	-1,0	-1,2	1,1
Brady en dólares					
Descuento	58,250	57,375	-1,5	-1,9	-6,9
Par	48,750	47,375	-2,8	0,8	10,8
FRB	61,625	61,000	-1, 0	-2,6	-3,8

Los precios son por la lámina al 100 por ciento de su valor sin descontar las amortizaciones y rentas devengadas.

MUNDO



Alan Greenspan, titular de la Reserva Federal.

Europa y Japón festejan

¿VOLVIO EL SUPER-DOLAR?

La acción coordinada de los países ricos, junto con la baja de tasas en Alemania y Japón, determinaron un espectacular repunte del dólar, que en abril había tocado su mínimo histórico desde la posguerra.

(*Por Daniel Víctor Sosa*) La figura que mejor ilustra la situación del dólar es una pronunciada letra "U". El trazo descendente comenzó con el año y tuvo su punto más bajo en mayo, cuando la baja totalizó 15 por ciento. Ahí empezó el repunte. A comienzos de esta semana la cotización de la divisa americana superó el punto de partida. Parecía una tendencia irrefrenable, pero la euforia en Europa y Japón mermó un poco el miércoles y el jueves a causa de una caída que frenó el viernes.

Si hace cuatro meses nadie sabía hasta dónde iba a caer la moneda de EE.UU. y todos ensayaban explicaciones del deterioro, ahora se repiten los pronósticos de ascenso imparable. La cuestión es que la recuperación fue espectacular. De 80 yenes a mediados de abril (el mínimo histórico de la posguerra) pasó el techo de los 100 la semana anterior y llegó en esta a 104. Por eso muchos extrajeron del pasado el concepto de "super-dólar", que aparentemente estaría sostenido por las recientes reducciones de tasas en Tokio y Frankfurt.

Otro elemento de peso es el de las intervenciones coordinadas de los bancos centrales norteamericano, alemán y japonés en el mercado de cambios. Y también se especula con que el impulso alcista está motivado por la reciente caída del superávit comercial nipón.

Es difícil cuál de estos argumentos se acerca más a la verdad cuando hace pocas semanas el propio Alan Greenspan (jefe de la Reserva Federal estadounidense) explicaba la fortaleza del yen y el marco germano por el reducido ahorro de los ciudadanos americanos, los elevadísimos déficits presupuestarios y los persistentes desequilibrios en la balanza comercial.

De hecho ninguno de estos tres últimos datos varió. Al contrario, el *rojo* en la balanza comercial de Estados Unidos creció en el primer semestre del año a 64 mil millones de dólares, casi 30 por ciento más que en el mismo período de 1994.

Lo que sí cambió en los últimos meses fueron tres aspectos que parecen ser clave:

• Después de la reunión de fines de abril de los ministros de Economía y autoridades de los bancos centrales del Grupo de los Siete hubo acciones combinadas que hicieron creíble la estrategia de sostén del dólar, que según todos coincidieron había caído demasiado bajo.

• Alemania y Japón bajaron sus tasas de interés. El Bundesbank lo hizo a fines de agosto de 4 a 3,5 por ciento, el nivel más bajo en seis años, ante las señales de desaceleración económica y la confianza en que la inflación está bajo control. Y el Banco de Japón reaccionó también ante los renovados signos de debilidad de la actividad económica, la menor producción fabril del último cuatrimestre y la tasa de desempleo récord.

• Luego, la suba de la Bolsa de Tokio con que fue respondida la baja de tasas y la simultánea caída del superávit comercial en julio dieron un respiro a los inversores japoneses y los alentaron a comprar billetes verdes. Lo cual fue favorecido por las reformas del ministerio nipón de Finanzas, que suavizó el mes pasado las regulaciones para la compra de bonos en divisas extranjeras, y por el trascendido sobre el próximo paquete de estímulo económico, de 147 mil millones de dólares.

La apuesta al desplome del "super-yen" en los mercados mundiales tiene que ver con la necesidad de acabar con un factor que estrangula el crecimiento de la economía japonesa. Por esa razón se festejó la caída del superávit comercial mientras el ministro de Finanzas, Masayoshi Takemura, dijo que esperaba que la moneda de su país perdiera aun más terreno. A su vez, el titular de Industria y Comercio Exterior, Ryutaro Hasimoto, precisó su esperanza de que el dólar ascienda hasta 110 yenes.

La consecuencia de esta recuperación –que se mantendría como mínimo hasta fin de año– fue obviamente favorable para los exportadores de Europa y los países emergentes. Normalmente, cuando el dólar sube el marco alemán pierde fuerza en relación a las divisas más débiles. De esta manera las compañías instaladas en países con monedas fuertes, como Alemania o Suiza, resultan doblemente beneficiadas toda vez que repunta el billete verde porque mejoran su posición competitiva frente a EE.UU. y a sus rivales europeos.

Un rápido conteo de los beneficiarios incluye a las compañías vendedoras de commodities (como las forestales escandinavas) y las petroleras. Para las químicas, las ganancias y las pérdidas se compensan porque los costos se miden en dólares. A su vez, las multinacionales europeas con muchas subsidiarias en Estados Unidos lucrarán cuando conviertan a moneda local su rentabilidad norteamericana. También podrán colocar más productos las automotrices y tendrán más clientes las firmas que ofrecen bienes y servicios de consumo lujosos.

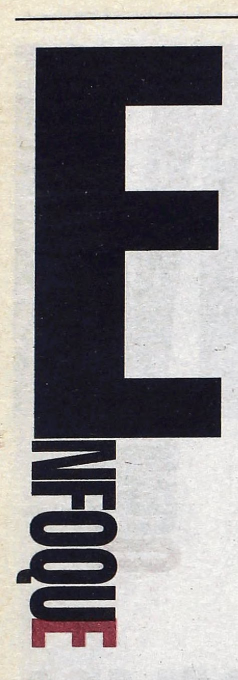
En general se espera que las compañías de bienes de capital y otras se vean favorecidas, si bien las ventajas creadas por el alza del dólar se verán atenuadas por la declinación del yen. Particularmente en la región de rápido crecimiento de la cuenca del Pacífico. Entre las perdedoras, en tanto, se apuntan en primer lugar las compañías de alta tecnología, en el Viejo Continente y en todo el mundo.

Por último, en el mundo en desarrollo los beneficios se notarían más en América latina dada su vinculación comercial con el mercado estadounidense, si bien la noticia del súper-dólar no es buena para la Argentina que mantiene al peso atado a la divisa americana.

PERIPLO

SALARIOS. La diferencia entre los salarios de los grupos más ricos y los más pobres ha ido en aumento desde el siglo pasado. Hoy, en un promedio mundial, es de alrededor de 60 a uno. Pero, según el Banco mundial podría bajar hasta una proporción de 50 a uno en el año 2010 si aumentan las inversiones, el nivel de instrucción (y, en consecuencia, el nivel de productividad de la mano de obra) y se eliminan las barreras que obstaculizan el comercio internacional. En cambio, si la tendencia de esas variables es la opuesta la divergencia salarial crecería hasta una relación de 70 a uno.

PROYECCIONES. En su Informe sobre el Desarrollo Mundial el BM destaca que en la primer hipótesis (la más optimista), los salarios de los trabajadores no calificados de América Latina se incrementarían 58 por ciento en los próximos tres lustros mientras los no calificados registrarían una mejora de 62 puntos. Pero en el peor de los casos se ahondaría la brecha ya que los operarios calificados ganarían en el 2010 un 45 por ciento más que ahora, en tanto los no calificados sufrirían una caída en sus remuneraciones de 3 por ciento.



(Por Daniel E. Novak*) La coyuntura sigue siendo más política que económica. Los economistas no le podemos esquivar el bulto a lo político por dos motivos: primero, porque los conflictos políticos actuales no son ajenos al reposicionamiento económico de los últimos años y segundo, porque la situación económica no es independiente en absoluto de la resolución de los conflictos políticos actuales. Los economistas pretendidamente asépticos no sirven para analizar este momento.

Sin embargo, incluir los ingredientes políticos en el análisis económico no significa necesariamente que uno deba tomar partido en la disputa. Como usuario del asesoramiento, me resultarían poco confiables aquellos economistas que me dijeran Cavallo se tiene que quedar o Menem lo tiene que echar. Lo que tenemos que hacer los economistas es prever qué es más probable que suceda y cuáles son los escenarios alternativos en uno y otro caso. Qué pasaría con la economía si Cavallo se queda o si se va, lo cual no es independiente de la manera como se quede o se vaya. Lo que a mí me gustaría que pase debe ser irrelevante en este análisis.

Siguiendo esta línea, creo que el Presidente tiene decidido que Cavallo deje de pertenecer a su Gabinete de Ministros, no sé si a su Gobierno. Esto no implica que Cavallo se vaya a ir efectivamente. Una cosa evidente es que Menem no lo puede echar en el momento en que se le ocurra (en realidad ya se le ocurrió). El problema más grave desde el punto de vista de la incertidumbre económica es que todo el mundo percibe que hay un desdoblamiento evidente del poder político: el que ejerce el Presidente basado en su caudal electoral y el que detenta el ministro sustentado por el establishment económico interno e internacional.

Hoy por hoy, el tiempo está corriendo a favor del Presidente, quien parece estar jugado a desgastar al ministro de Economía con sus propias armas: la situación económica adversa y su incontinencia verbal. El juego es ingenioso y casi maquiavélico: ratificar al ministro con un énfasis casi grotesco en toda oportunidad que se presente, por sí mismo o por medio de sus funcionarios de mayor nivel, y demostrar que esto es insuficiente para recobrar la confianza y las inversiones, sobre todo las externas. El final del juego es lograr que el mismo Grupo de los Ocho termine pidiéndole al Presidente que lo releve para poder poner en marcha nuevamente la economía. El remate sería que Menem los retruque pidiéndole a ellos que lo convenzan a Cavallo de que se vaya sin hacer ruido, proponiendo alguna salida digna.

Si todo esto sucediera así, que hoy me parece lo más probable, el cambio de ministro no sería demasiado traumático para la economía, por lo menos no más traumático de lo que ya está siendo en medio de esta incertidumbre. De hecho, hoy a la economía argentina le está resultando peor la permanencia de Cavallo en estas condiciones que si el conflicto se hubiera resuelto y la conducción económica estuviese en manos de alguien potable para el establishment. Hay que tener en cuenta que la única forma de revertir la situación recesiva actual es con la restitución del flujo de fondos del exterior, cosa prácticamente imposible en este estado de indefinición política.

"El final del juego casi maquiavélico de Menem es lograr que el Grupo de los Ocho termine pidiéndole que lo releve a Cavallo."

Siguiendo dentro de este hipótesis, que actualmente parece la más favorable, es preciso tener en cuenta que el reemplazante de Cavallo tendrá un perfil más ortodoxo que él y habrá de dar señales inequívocas de adhesión absoluta al modelo económico vigente en todos sus aspectos. Si alguien tiene la ilusión de que podría aparecer algún "técnico" afín a la dirigencia política oficial, aun como titular de un hipotético Ministerio de la Producción, está totalmente equivocado. En última instancia a lo único que aspira hoy el grueso de esta dirigencia es a que el titular de Economía se dedique sólo a eso sin inmiscuirse en la política. Si se vuelve a lograr esta fórmula será posible reconstruir la alianza entre el sistema político y el establishment económico, aun en el marco de una política económica que seguirá siendo híper-ortodoxa.

Bajo este escenario lo más probable es que, luego de un breve interregno de relativa incertidumbre –no mucho mayor que la actual– se empiece a restituir cierto flujo de ingreso de fondos externos, ayudados además por la previsible estabilización de las tasas de interés internacionales en niveles levemente inferiores a los actuales. En estas condiciones la economía podría iniciar un lento proceso de recuperación de su nivel de actividad interna hacia principios del otoño próximo. Pero que quede claro que esta lenta recuperación no revertirá el proceso de aumento del desempleo durante todo al año que viene, cosa que como sabemos es inherente al modelo económico y no sólo a la recesión actual.

El escenario descripto es el más favorable que se me ocurre. Las dos alternativas más probables son: 1) que Cavallo y sus sostenedores resistan su reemplazo a cualquier costo, manteniendo una situación permanente tensa con picos de chisporroteo fuerte, y 2) que Cavallo, abandonado por sus sostenedores, decida patear definitivamente el tablero y usar sus carpetas. En la primera alternativa, el horizonte de recuperación de la actividad económica se alarga por lo menos un semestre. En la segunda alternativa, se afectaría seriamente no sólo la estabilidad económica sino también la institucional. Ah, me olvidaba: en todas las alternativas la desocupación sigue creciendo.

** Socio de la consultora Cedei.*

BANCO DE DATOS

PEREZ COMPANC

Primero por el efecto tequila y posteriormente por la crisis política, en lo que va del año pocas empresas pudieron acceder a financiamiento externo. Sólo algunos grupos económicos siguen contando de la confianza de inversores extranjeros. En ese selecto lote participa Pérez Companc. El holding petrolero colocará la próxima semana en el mercado internacional una Obligación Negociable por 75 millones de dólares a 4 años, a una tasa del 10,5 por ciento anual. El encargado de suscribir y distribuir ese papel será el Deutsche Morgan Grenfell. Además, Pérez Companc, a través de su controlada Pasa, participará en el estudio y realización de un proyecto binacional cuyo objetivo es la construcción de una planta de estireno en el Polo Petroquímico do Soul (Brasil). Esa planta empezaría a operar en 1998 con una producción anual de 180 mil toneladas de estireno. Para encarar ese proyecto Pasa se asoció en partes iguales con Copesul (Companhía Petroquímica Do Sul) y Petroflex. Esa nueva planta demandará una inversión de unos 80 millones de dólares.

VISA

La guerra de las empresas que administran dinero plástico está adquiriendo más sofisticación de la mano de la informática. Para pelear con más fuerza en el mercado, Visa Internacional pasará a ser el socio número 18 de Visa Argentina, con un aporte de capital de 750 mil dólares. Cuando informó ese desembarco, Visa presentó el *monedero electrónico*. Esa nueva tarjeta se podrá utilizar para el pago de montos pequeños en quioscos, en el transporte público de pasajeros y en los parquímetros. De acuerdo a un relevamiento realizado por Visa, el 22 por ciento de las transacciones en efectivo son por sumas inferiores a los 10 pesos.

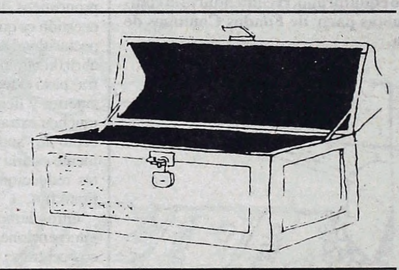
CENTENERA

El grupo Bunge & Born está realizando una profunda reestructuración, concentrando su actividad en los sectores que considera estratégicos. En los últimos dos años, se ha desprendido de varias compañías para apuntalar el desarrollo del holding. Al respecto, hace un par de semanas vendió Centenera Fábricas Sudamericanas de Envases. El comprador de esta compañía fue la firma INESA (Industria Nacional de Envases SA), perteneciente al grupo Córpora de Chile. Centenera es la empresa líder en la producción de envases de hojalata en la Argentina. Por su parte, INESA, que posee cuatro plantas en Chile, abastece el 70 por ciento del mercado de hojalata de su país y procesa actualmente el doble que lo producido por Centenera.

CURSOS

El Instituto Argentino de Mercado de Capitales anunció dos nuevos cursos para operadores bursátiles, que comenzarán el 3 de octubre. Uno se refiere a la Administración de Cartera de Inversiones y el otro es sobre Actualización en Matemática Financiera. Las clases se dictarán en 25 de Mayo 359, 8° piso.

EL BAUL DE MANUEL



Por M. Fernández López

De coimas y coimeros

¿Qué sistema económico tenemos? El capitalismo, nos *dicen*. Pero en el capitalismo el capital es empresario y asume el álea de mercado. Para ello elige certeramente qué producir, contrata factores y los combina eficientemente. Si no, sus costos son mayores que sus ventas, sufre pérdida y pronto se ve obligado a bajar la persiana. Cuando encara producir, pues, apuesta a ganar, pero el resultado neto puede ser positivo, nulo o negativo. Por eso la ganancia es un ingreso residual. El salario está convenido de entrada, no conlleva incerteza ni para el empleado ni para el empleador. Lo mismo vale para el Estado-empresario: si administra bien, está equilibrado o con superávit; si administra mal, tiene déficit. Ni en un caso ni en otro el quebranto recae sobre el personal contratado. Si el empresario o el Estado fracasan, *en el capitalismo*, no reparten sus pérdidas entre el personal recortando salarios. Observó Keynes que sólo "en una sociedad altamente autoritaria –como eran los fascismos de su tiempo– podría funcionar con éxito una política de salarios flexibles". Al sujetar a recortes el salario, lo hace incierto o aleatorio se traslada al trabajador asumir el álea del resultado, *¡cuando hay pérdidas!* Como si emplearse fuera entrar en un garito, donde no se sabe con cuánta plata se saldrá. Es hacer del Estado un gran garito (*¿*cómo llama la Academia de la Lengua al garitero y a su gaje?: *coimero, coima*). No hace mucho el Gobierno –para promover la jubilación privada– le decía al trabajador público en trance de jubilarse: "Usted *apostó* al Estado y perdió". Y el Estado promueve instalar casinos, fomenta las carreras y el juego cotidiano y promueve tales actividades desde la TV oficial. Para recortar sueldos, el Estado alega una "teoría de la imprevisión" (efecto tequila, etc.). Pero ella sólo cabe entre particulares, por resolución judicial caso por caso. No puede decir: me falta plata, hoy te rebajo el sueldo, mañana confisco tu propiedad, porque viola la Constitución (art. 17), y se convierte en *gobierno de facto*, ergo ilegítimo. Porque no basta con tener legitimidad de origen –ser votado por el pueblo–. Mussolini, Hitler, Stroessner y Fujimori tuvieron esa legitimidad original. Pero no *legitimidad de ejercicio*, que sólo la da gobernar cumpliendo la Constitución y las leyes.

La bien pagá

El *chaturanga* o juego de las cuatro *angas* o fuerzas armadas (elefantes, caballos, carrozas e infantes) fue presentado por un extranjero como *shatrang* o juego del rey al ídem de Persia quien, fascinado, instó al extranjero que pidiera la recompensa que desease. El extranjero pidió un grano de trigo por la primera casilla del tablero, dos por la segunda, cuatro por la tercera, y así sucesivamente. La simple regla matemática era 2n con n = 0, 1, 2,..., 63, el número de casillas de un tablero de ajedrez. El rey, que seguramente no era matemático, creyó poder satisfacerlo sin mayor sacrificio, pero al sumar $2^0 + 2^1 + 2^2 + ... 2^{62} + 2^{63}$ vio que ni todo el trigo del reino alcanzaba. El crecimiento aritmético o uniforme, es 2n, una línea recta ascendente, como una calle empinada. Pero en el crecimiento geométrico, como la fórmula 2^n, crece tanto más cuanto más avanza n. Es el crecimiento geométrico, o a interés compuesto. Sea K_o un capital tomado a préstamo en el momento 0, r la tasa de interés, n el tiempo y e la base de los logaritmos naturales. Al cabo del tiempo n, el capital adeudado es K_oe^{rn}. No es necesario que la tasa de interés sea alta, ni que suba en el tiempo: basta con el transcurso del tiempo: la curva de aumento será como la parte inferior derecha de una circunferencia. La deuda externa crece de este modo. Hoy, luego de veinte años, la deuda externa es cien veces mayor que cuando caía Isabelita Perón, más allá de haber tomado o devuelto. Hoy a poco más de tres años, la deuda externa se acerca al doble de la existente en la renegociación Brady, con sus quitas y sus pones. El crecimiento geométrico lleva a: 1°) que todos los recursos del Estado no alcancen para pagarla, como en la historia del rey de Persia, y como lo estamos viviendo, ya que el Estado recorta sueldos de personal, presupuesto a la educación, a la salud, las prestaciones a los jubilados, y pretende vender hasta los bienes que comparte con otros países; 2°) a medida que el tiempo pasa, los pagos de intereses alcanzan cifras mayores que los capitales recibidos, y se está devolviendo *varias veces* el capital tomado. Todo lleva a una pregunta natural: ¿no habremos pagado ya, y *con creces*, el capital recibido, y seguir renegociando sólo beneficia a los negociadores?